

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15420081152014

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国货币政策变动的股市效应

The Effect of China's Monetary Policy on Stock Market

董 建 凤

指导教师姓名: 杨 灿 教授

专业名 称: 统 计 学

论文提交日期: 20 1 1 年 4 月

论文答辩日期: 20 1 1 年 5 月

学位授予日期: 20 1 1 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博士论文摘要库

## 摘要

随着中国股票市场的快速发展,央行越来越重视货币政策在传导机制中发挥的作用。货币政策的股票市场传导机制实际上包含了两个环节,即货币政策如何传导到股票市场,以及股票市场怎样影响实体经济。货币政策变动的股市效应作为其传导机制的重要环节,不仅决定着整条传导渠道是否通畅,也是央行制定货币政策的重要依据之一。鉴于近年我国货币政策的调整较为频繁,给股市造成的影响比较显著,因此,从货币政策的角度分析其变动带来的股市效应,有着十分重要的理论和现实意义。本文运用理论和实证相结合的方式,从短期和长期两个方面研究探讨我国货币政策变动的股市效应问题。

首先,本文对国内外的相关文献进行了归纳梳理,比较了不同研究方法的优劣,并从金融学和经济学的角度详细阐述了利率和货币供给量对股票价格影响的传导机制,藉以奠定本文研究的理论基础。

其次,本文分别运用事件研究法和向量误差修正模型(VECM)研究了我国非连续性和连续性货币政策变动对股市的短期和长期影响。结果表明:(1)我国货币政策变动的股市宣告效应较强,但股票市场在各时期对货币政策变动的反应有所不同,这在很大程度上受到市场预期和市场态势的影响。(2)我国连续性货币政策变动的股市效应存在时滞,不同货币政策工具的操作对股票价格影响不一:其中,利率对股市的影响较为显著,M2次之,M0和M1较弱。

综合全文的研究,笔者认为,中央银行应该密切关注货币政策工具操作对股市产生的影响,并合理地选择操作工具和掌握调控力度;但在目前阶段,距离实现央行将股票价格指数纳入货币政策的最终目标还为时尚早。以此为基础,本文提出了若干政策建议和新的研究方向,以期货币当局和有关监管部门提供有益的参考。

**关键词:** 货币政策; 股市效应; 事件研究; VECM 模型

## **Abstract**

With the rapid development of China's stock market, the central bank pays more and more attention to the role of monetary policy in conduction mechanism. Monetary policy transmission mechanism of stock market actually contains two links, namely how monetary policy conduct to the stock market, and how stock market affect the entity economy. As the important link of the transmission mechanism, stock market effect of monetary policy not only determines the smoothness of whole transmission channel, but also has important significance for the central bank to make monetary policy.

The adjustment of China's monetary policy is frequent in these few years, and this brings notable influence to the stock market. Therefore, analysis of the stock market effect from the angle of monetary policy has very important theoretical and practical meanings. This paper uses both theoretical and empirical methods to study the effect of monetary policy on stock market from short-term and long-term aspects.

First of all, this paper summaries the related literature and compares the superiority of different research methods. Then it expounds the detailed conduction mechanism of interest rate and currency supply to the stock price from the angle of finance and economics.

Secondly, this paper discusses the short-term and long-term effect of discontinuity and continuity adjustments of monetary policy using event study and vector error correction model (VECM). The results show that: (1) the announcement effect of monetary policy in China's stock market is remarkable. However, the reactions of stock market to the changes of monetary policy vary from different periods, this is largely influenced by market expectations and market trend. (2) The

stock market effect of continuous monetary policy adjustments exists delay and differ from different monetary policy tools. The influence of interest rate and M2 on the stock market are more considerable than M0 and M1.

Finally, after summarizing the research conclusions, the author suggests that the central bank should pay close attention to the effect of monetary policy tool operation on stock market, and make the reasonable choice of operating tools and control power. But it is still too early for the central bank to incorporate stock price index into the ultimate goal of monetary policy. Based on this, the paper proposes some policy suggestions and new research directions in order to offer beneficial reference to the monetary authorities and relevant supervision department.

**Key Words: Monetary Policy; Stock Market Effect; Event Study; VECM**

# 目录

摘要 .....	I
Abstract .....	II
目录 .....	IV
Content .....	VI
<b>第 1 章 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景与意义 .....	1
1.2 文献综述 .....	2
1.2.1 不同研究视角及其进展 .....	2
1.2.2 各种研究方法及其特点 .....	5
1.2.3 有关研究的不足和本文选题的依据 .....	7
1.3 本文的研究内容及框架 .....	8
1.3.1 研究内容 .....	8
1.3.2 论文框架 .....	9
1.4 本文的研究方法及创新点 .....	9
1.4.1 研究方法 .....	9
1.4.2 主要创新点 .....	10
<b>第 2 章 我国货币政策与股票市场关系的理论考察</b> .....	<b>11</b>
2.1 我国的货币政策与股票市场的基本状况 .....	11
2.1.1 货币政策与货币政策工具 .....	11
2.1.2 我国股票市场发展与现状 .....	14
2.2 货币政策变动的股市效应的机制和路径分析 .....	17
2.2.1 利率对股票价格的影响 .....	17
2.2.2 货币供应量对股票价格的影响 .....	19
<b>第 3 章 货币政策对股市短期影响的实证分析</b> .....	<b>22</b>
3.1 数据的选取及研究方法 .....	22
3.1.1 数据选取 .....	22
3.1.2 研究方法 .....	22
3.2 经验分析 .....	24
3.3 实证检验 .....	27



3.3.1 GRACH 模型检验.....	27
3.3.2 实证结果及分析.....	30
3.4 实证分析小结.....	37
<b>第 4 章 货币政策对股市长期影响的实证分析 .....</b>	<b>39</b>
4.1 指标选取及建模准备.....	39
4.1.1 指标选取及数据预处理.....	39
4.1.2 检验方法.....	40
4.2 实证检验.....	44
4.2.1 各变量的单位根检验.....	44
4.2.2 货币供应量 M0 对股市影响的实证检验.....	48
4.2.3 货币供应量 M1 对股市影响的实证检验.....	52
4.2.4 货币供应量 M2 对股市影响的实证检验.....	55
4.2.5 同业拆借利率 R 对股市影响的实证检验.....	59
4.3 实证分析小结.....	62
<b>第 5 章 研究结论与政策建议 .....</b>	<b>64</b>
5.1 主要研究结论.....	64
5.1.1 非连续性货币政策变动对股市的宣告效应.....	64
5.1.2 连续性货币政策变动对股市的长期影响.....	65
5.2 相关政策建议.....	66
5.3 不足之处和尚待研究的问题.....	68
5.3.1 本文研究局限和不足之处.....	68
5.3.2 该领域尚待研究的主要问题.....	69
<b>参考文献.....</b>	<b>70</b>
<b>后记 .....</b>	<b>73</b>

# Content

<b>Chapter 1 Introduction</b>	1
<b>Section 1.1 Research background and significance</b>	1
<b>Section 1.2 Literature review</b>	2
Section 1.2.1 Different research perspectives and its progress	2
Section 1.2.2 Various research methods and their characteristics	5
Section 1.2.3 Limitations of relevant study and the basis of this paper	7
<b>Section 1.3 Research content and framework of this paper</b>	8
Section 1.3.1 Research content	8
Section 1.3.2 Framework	8
<b>Section 1.4 Research methods and innovations of this paper</b>	9
Section 1.4.1 Research methods	9
Section 1.4.2 Main innovations	10
<b>Chapter 2 Theoretical investigation of the relationship of China's monetary policy and stock market</b>	11
<b>Section 2.1 Basic situation of China's monetary policy and stock market</b>	11
Section 2.1.1 Monetary policy and monetary policy tools	11
Section 2.1.2 The development of China's stock market	14
<b>Section 2.2 The analysis of transmission mechanism from monetary policy to stock market</b>	17
Section 2.2.1 The influence of interest rate on stock prices	17
Section 2.2.2 The influence of money supply on stock prices	19
<b>Chapter 3 Empirical analysis of short-term impact of China's monetary policy on stock market</b>	22
<b>Section 3.1 Data selection and research method</b>	22
Section 3.1.1 Data selection	22
Section 3.1.2 Research method	22
<b>Section 3.2 Experience analysis</b>	24
<b>Section 3.3 Empirical test</b>	27
Section 3.3.1 GRACH test	27
Section 3.3.2 The empirical results and analysis	30
<b>Section 3.4 Summary of empirical analysis</b>	37
<b>Chapter 4 Empirical analysis of long-term impact of China's</b>	

<b>monetary policy on stock market</b> .....	39
<b>Section 4.1 Index selection and modeling preparation</b> .....	39
Section 4.1.1 Index selection and data pretreatment.....	39
Section 4.1.2 Empirical methods .....	40
<b>Section 4.2 Empirical test</b> .....	44
Section 4.2.1 Unit root test.....	44
Section 4.2.2 The influence of M0 on stock market .....	48
Section 4.2.3 The influence of M1 on stock market .....	52
Section 4.2.4 The influence of M2 on stock market .....	55
Section 4.2.5 The influence of R on stock market .....	59
<b>Section 4.3 Summary of empirical analysis</b> .....	62
<b>Chapter 5 Research conclusions and policy recommendations</b> .....	64
<b>Section 5.1 Main research conclusions</b> .....	64
Section 5.1.1 The announcement effect on stock market.....	64
Section 5.1.2 The long-term effect on stock market.....	65
<b>Section 5.2 Relevant policy recommendations</b> .....	66
<b>Section 5.3 Study limitations and future prospects</b> .....	68
Section 5.3.1 Study limitations and deficiencies .....	68
Section 5.3.2 Future research prospects .....	69
<b>References</b> .....	70
<b>Postscript</b> .....	73

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第1章 绪论

### 1.1 研究背景与意义

1990 年上海证券交易所和 1991 年深圳证券交易所的建立,是中国证券市场发展的里程碑。经过 20 年的发展,我国股票市场结构不断优化、功能不断完善、效率不断提高,其在市场经济中发挥的作用也日益突出。但是中国股市还不甚成熟,发展跌宕起伏。上证综指从 2005 年 6 月的 1013 点涨至 2007 年 11 月的 6124 点,翻了数番后又下跌至 2008 年 11 月的 1710 点,接着一轮涨幅进入持续整理阶段。短短几年间,中国股票市场走出了一轮历史罕见的牛熊市行情。这其中,货币政策的变动可能是股市震荡的推动因素之一。我国在 2006 年至 2007 年期间实行的是较为稳健的货币政策。但是 2007 年以来,我国股票价格一路攀升,货币供应量迅猛增长,宏观经济保持高速增长。股票市场的异常繁荣使得管理层普遍担忧。于是,央行频繁动用各种利率、存款准备金率等货币政策手段来调控经济,我国货币政策由“稳健”转为“从紧”,试图缓解流动性增加带来的问题,抑制股价的泡沫化。自 2008 年 11 月后,由于美国次贷危机造成全球罕见的金融危机,我国的经济发展遭受重创,股市也开始急剧下跌,于是央行又出台适度宽松的货币政策来救市,以拉动经济增长,刺激股市回暖。进入 2010 年下半年,我国物价指数上涨过快,通胀压力较大,央行又决定从 2011 年开始转向稳健的货币政策以期控制物价水平,抑制通货膨胀。在这短短的几年时间里,我国的股票市场经历了上涨、下跌、震荡所有行情,而央行的存贷款基准利率和存款准备金率调整也达到 14 次和 30 次之多,其政策变动之频繁,力度之大前所未有的。但是这些宏观调控政策并没有产生明显的即时效应,这是否意味着我国货币政策变动对股票市场的影响较小,或者影响滞后?货币政策变动对股市具体产生怎样的冲击影响,以及影响的力度如何?这正是货币管理当局十分关注的问题。格林斯潘在 1999 年 8 月 27 日怀俄明 Jackson Hole 举行的货币政策会议上强调,美联储的货币政策将更多地考虑资本市场的因素。中国人民银行也指出资本市场的发展和金融创新导致货币与其他金融资产的界限变得日益模糊,货币供应量与实际经济变量失去了稳定联系,中国股票市场已成为货币政策传导的另一组成部分。

央行为维护人民币币值稳定，必须及早对股票市场和货币政策关系进行研究(中国人民银行研究局，2002)。

近来，研究货币政策和股票市场的相互关系也已成为金融研究的最前沿课题，但研究侧重点和方法不一，结果也难有定论。而相比于其他问题，在货币政策变动的股市效应领域涉足的国内学者并不多，研究也不够深入。由于我国的股市正在逐步地发展和成熟，对货币政策的传导作用也在逐步提高。与此同时，我国货币政策体系也在不断完善，现有的研究成果已经不能满足当前我国宏观调控的需要。基于此，本文试图通过股票市场和宏观经济的最新数据，运用事件研究法和误差修正模型分别对货币政策的连续和非连续变动的股市效应进行深入研究。一则为央行以及政策制定者更加科学地制定货币政策，维持金融稳定提供决策依据；二则为我国股票市场的健康、有序、稳定发展提供制度保障；三则为投资者更加理性地把握股市的运行规律，减少风险提供有益参考。因此，本文的研究具有充分的理论意义与实践价值。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 不同研究视角及其进展

目前国外对股票市场与货币政策之间关系的主流研究分为两方面：一是股市的发展对货币政策的影响。股市的发展及股价的波动通过财富效应、替代效应、交易效应、资产组合效应对货币需求产生冲击，从而推动货币供应的存量和结构发生相应变化。二是货币政策变动的股市效应。货币政策（如利率、存款准备金率）的调整将通过预期效应、投资组合效应、股票内在价值增长效应影响股价的波动。参考大量的文献，笔者发现，国外学者主要集中于研究货币供给量与股票价格之间的因果关系。Sprinkel(1964)通过比较股票价格与货币政策变量之间的图形，认为股票价格是货币供应量的直接函数，但货币供应量的变动领先股价波动。Homa & Jaffee(1971)通过建立货币供应量与股票价格的线性回归方程，发现货币供给的变动对股票价格具有正向影响，两者之间存在显著的线性关系。Berkman(1978)选取各个层次的货币供应量  $M_0$ 、 $M_1$  和  $M_2$  作为货币政策指标检验其与股市价格的关系，发现货币供应量的变动将引起股票价格的逆向反应。

Friedman.M.(1998)对美国数据的研究表明,货币供应量对股市价格波动具有较强的解释力。

随着经济金融理论不断发展,许多经济学家开始认为货币供给对股票市场的影响并非直接的,而是通过利率、公司期望收益、市场预期等因素的作用来影响股票市场。Gaspar(2001)使用 EONIA(欧元隔夜平均利率指数, Euro Over-Night Index Average)对欧洲央行目标利率可能达到的水平进行了解析,研究了欧洲中央银行利率调整对股票市场的影响。Neri(2001)认为货币政策是通过利率预期的影响,对实体经济的影响来推动股价波动的,并发现货币政策变动和股票价格波动两者间通过流动性效应的影响是正相关的。Bernanke(2003)通过实证检验指出,货币政策的变动确实能引起股价波动,该效应通过投资人的心理预期产生作用。但就其影响程度而言,货币政策并不是影响股价的主导力量。

国外学者对货币政策变动的股市效应研究得出的结论并不一致。Dharmendra Dhakal & Magda Kandil 以货币市场均衡条件为基础对美国货币供给和股票价格之间的关系进行了实证考察。结果表明货币供应量一方面通过资产替代效应对股票价格产生间接影响:货币供给的增加会改变均衡状态下的货币量,而货币余额的增加将扩大对资产的需求进而导致资产价格上涨。另一方面,货币供应量的增长将引致人们对通货膨胀的正向预期,从而抑制资产价格。最终效应取决于正负影响的强弱。Sellin(2001)通过对货币政策影响股价的研究文献的回顾与评论,认为货币供应量或利率的变化对股价的影响是不确定的,两者之间可能是正向关系、负向关系,也可能依情形而定,或者是无影响的。Basistha & Kurov (2008)和 Alex Kurov(2010)通过研究发现在经济周期的不同阶段,股票市场对货币政策变动的反应敏感程度不同,股市对政策变动的利空和利好消息存在不对称性。

20 世纪 90 年代初期,随着我国股市的快速发展,股票市场与货币政策之间的关系越来越受到央行的重视,该领域的研究也逐渐成为金融研究的前沿课题。国内文献对股票价格与货币政策关系的研究,主要集中在股票价格与货币政策关系的理论探讨和股市对货币政策单向影响的实证分析。但在股票市场作为货币政策渠道的传导机制、路径,利率、存款准备金率的调整对股市的宣告效应以及政策变动对股市的长期影响方面的研究还有待进一步地挖掘和拓展。

钱小安(1998)通过实证研究发现,我国货币供应量 M0、M1 及 M2 与资产价

格之间存在较弱的正向相关关系,但不稳定。唐齐鸣和李春涛(2000)的研究结果表明中国股市对降息具有一定的敏感性,但对各次降息的反映不一样:降息有时未能引起股价上涨,反而使股价显著下跌,这表明还有其他因素制约着股票市场的发展。易纲、王召(2002)研究发现货币政策对金融资产价格尤其是对股票价格有影响。在短期、中期和中长期,未预料到的货币扩张会使股票价格上升;而在长期未预料到的货币供给增加不影响股票价格。谢平(2002)为首的中国人民银行课题组认为,随着资本市场的发展和金融创新,股票市场已成为我国货币政策传导的重要渠道之一, M2 反映实际货币供应量的能力已有所减弱。因此,货币政策应当关注股票价格的波动,但不能把它作为货币政策目标。冯用富(2003)认为在完美市场中,股价没有被高估或低估的情况,市场完美的调节机制不需要货币政策的干预;在完美市场约束条件修正后的资产选择模型中,在信息费用的约束下(信息费用是约束条件下的极小化),一是市场自身有纠错的功能;二是央行干预的种种前提不成立。而在中国特定环境下,股市高的预期收益率主要由高的风险报酬和高的交易成本所抵补,利率调节对股市上升中的高收益率和下跌中的深度套牢没有任何影响,货币政策干预股市过度波动是无效的。刘幌松(2004)分析了 M0、M1 和股票价格的关系。发现:无论是 M1 的存量还是增量,对股票价格都有一定程度的影响,同时股票价格对 M0 也有影响,但是货币供应量与股票价格之间并不存在长期的协整关系。杨新松、龙革生(2006)研究发现货币供应量 M1、M2 与股票的流通市值之间具有双向因果关系;利率是股票流通市值的格兰杰原因;中央银行可以通过货币政策中介目标影响股票市场的价格,而且利率产生的影响更加显著。徐慧贤、郭玉洁(2007)实证检验得出股票价格的变动会对货币需求产生负向效应以及对货币流通速度产生负向影响的结论。顾明、彭亮(2007)采用 1996 年 1 月至 2006 年 12 月的时间序列数据检验了货币政策变动对股市的影响。得出结论:货币供应量对股票价格不仅存在长期冲击,短期影响也较显著。因此,中央银行在制订货币政策时,应密切关注证券投资需求。谢卓(2008)通过实证分析认为: M2 和同业拆借利率的变化引起股票价格的变化,而 M0 和 M1 则与上证指数没有相互因果关系。同时,上证综指的变化没有引起货币供应量的变化。朱团钦(2008)深入研究了我国货币政策如何影响沪深股市,发现沪深股市市价总值、M0、M1、M2 之间存在着两个协整关系。在货币供应量与沪深股市



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库